FELIPE MIRANDA
RICARDO MIOTO

PRINCÍPIOS DO ESTRATEGISTA

O BOM INVESTIDOR E O CAMINHO PARA A RIQUEZA

SUMÁRIO

O NOVO BRASIL DOS INVESTIDORES
POR ANDRÉ ESTEVES

Nós não podemos nos esquecer do quanto o Brasil melhorou em três décadas.

Quando eu entrei na faculdade, em 1987, os militares estavam deixando o poder em meio a um ambiente econômico caótico. A minha grande preocupação era se eu ia achar um emprego, mesmo sendo um bom aluno. Eu estava assustado. Nem gostava tanto de computadores, mas fui estudar informática, que na época era uma modalidade do curso de matemática, porque parecia ser uma área mais fácil de achar trabalho.

Para qualquer jovem de classe média naquela época, empreender ou investir no mercado de capitais era uma realidade distante, cheia de histórias de fracassos no caminho. O país era muito imprevisível para isso.

Mas essa realidade começou a mudar a partir dos anos 1990. Primeiro veio a abertura da economia, depois o Plano Real. Desde então, demos vários passos na direção da estabilização macroeconômica do país. Foi uma dura conquista da nossa sociedade ao longo de vários governos, cujo marco mais recente foi a reforma da Previdência.

Claro que houve e haverá muitos altos e baixos nesse processo. Algo dessa magnitude não se faz sem reveses. O importante é não deixar o noticiário de curto prazo contaminar nossa leitura sobre a transformação estrutural do país. O filme dessa transformação é sempre mais importante do que a fotografia da vez.

A principal recompensa desses trinta anos de persistência na direção certa foi a consolidação de um novo patamar de taxas de juros no Brasil, muito abaixo do que poderíamos imaginar no passado. Pode haver oscilações para cima ou para baixo, mas os juros mudaram de ordem de grandeza no Brasil, assumindo um patamar civilizado que veio para ficar. E isso muda tudo.

Daqui em diante, vamos viver um momento muito diferente. Com juros baixos, assistiremos àquilo que gosto de chamar de *financial deepening*. Trata-se de um grande desenvolvimento do mercado de capitais, com o surgimento de novas classes de ativos, alongamento de prazos e, acima de tudo, a migração do dinheiro da renda fixa tradicional para ativos de risco, inclusive e notoriamente ações. Ninguém vivo no Brasil jamais viu algo assim.

O mercado americano já passou por esse fenômeno. Os impactos são brutais no PIB, na Bolsa, no surgimento de novas empresas e tecnologias, uma vez que empreendedores passam a ter muito mais facilidade para encontrar capital. Isso é espetacular para a sociedade. Para o investidor também se trata de um momento de muitas opções e oportunidades, que trazem porém uma nova necessidade: educar-se.

No Brasil do passado, bastava comprar títulos do governo de curto prazo e ir para a praia. Agora será necessário estudar e buscar orientação para aproveitar oportunidade em ações, em fundos imobiliários, em crédito privado, em várias classes de ativos que antes não existiam ou podiam ser ignoradas. Será necessário aprender também sobre alocação, ou seja, sobre como diversificar o dinheiro nesses diferentes investimentos de modo a aumentar a rentabilidade e reduzir o risco. É possível que o investidor individual muitas vezes se veja perdido, sem saber por onde começar.

Este livro, escrito pelos meus amigos da Empiricus, Felipe Miranda e

Ricardo Mioto, é uma ótima solução para esse problema. É o tipo de leitura de que eu gosto: um texto agradável, mas denso. Está na fronteira do que é discutido internacionalmente em finanças, em linguagem compreensível, divertida e direta, com uma visão ajustada às particularidades brasileiras. A busca por pensar probabilisticamente, entendendo que o mercado oferece tendências mas raramente certezas absolutas e que é necessário sempre gerenciar riscos, relaciona-se de forma profunda com o modo como construímos e administramos o BTG Pactual.

Eu acredito muito que investidores individuais possam ter uma carteira de investimentos de alto nível, que não deixe a desejar quando comparada com a dos investidores profissionais, desde que corretamente orientadas. Este livro, assim como o trabalho que a Empiricus vem fazendo para educar centenas de milhares de investidores na gestão do seu patrimônio, mostra que essa é uma crença compartilhada pelos seus autores.

A transformação que vem adiante é secular, geracional. Os juros mais baixos estarão entre nós por muitos anos, e os seus efeitos estão apenas começando a ser sentidos no Brasil. O leitor tem em mãos um belo mapa para participar desta revolução.

Boa leitura.

ANDRÉ ESTEVES é sócio sênior do BTG Pactual.

O MERCADO DE CAPITAIS QUE BUSCAMOS
POR GILSON FINKELSZTAIN

Ao mergulhar na leitura do livro do Felipe Miranda e do Ricardo Mioto, você verá que se trata de uma obra sobre como o mercado de capitais pode ser um instrumento de desenvolvimento e de construção de riqueza coletiva.

Ao mostrar as limitações no funcionamento dos mercados e no resultado dos investimentos que fazemos, e ao reconhecer o peso do que é imprevisível e que sempre há aquilo que simplesmente não sabemos, o livro ensina a usar ferramentas e conceitos que guiam uma nova geração de investidores.

É um trabalho que busca fortalecer, esclarecer e educar o investidor nesse momento inédito em que o Brasil se aproxima da realidade de juros reais baixos, observada há muito tempo em mercados mais desenvolvidos.

Há agora um desenho inédito no mercado de capitais no país, fruto da combinação desse cenário de juros historicamente baixos com outros fatores:

- A chegada de investidores com maior apetite a riscos e que cresceram longe da hiperinflação e dos planos econômicos da década de 1980;
- Novas plataformas de distribuição de valores mobiliários e ativos financeiros disponíveis nos smartphones, que democratizaram o acesso a mercados mais diversos e sofisticados;

- Não menos importante, uma crescente oferta de análise e recomendações de investimentos, antes acessíveis apenas a investidores profissionais, chegando ao investidor de varejo.

Os resultados também têm sido únicos: num ano de altíssima volatilidade, com o índice Ibovespa caindo 40% após atingir o maior patamar da história, o número de pessoas físicas investindo em renda variável subiu de 600 mil em 2018 para 3 milhões em setembro de 2020. As ações se recuperaram rápido, puxadas majoritariamente pela atuação dos investidores locais, tanto fundos institucionais quanto pessoas físicas.

Continuar trilhando um caminho de equilíbrio fiscal e reformas econômicas é condição essencial para construirmos um mercado de capitais ainda mais profundo e presente no desenvolvimento das nossas empresas. Sob a ótica dos investidores, as palavras-chave são educação financeira e informação de qualidade.

Este livro é mais um passo nessa direção. O trabalho inovador da Empiricus e do Felipe Miranda em ampliar o acesso a conteúdo de qualidade para ajudar o investidor a construir seu patrimônio com uma visão de longo prazo, incorporando a diversificação e entendimento dos mercados, é parte dessa história de sucesso que estamos vivendo.

Um mercado financeiro com mais investidores será transformacional para o país. Um mercado de capitais mais líquido, forte e sofisticado contribui para o empreendedorismo e criação de novos negócios, crescimento das empresas de todos os tamanhos e segmentos de atuação, geração de empregos e riqueza.

Estamos apenas no início dessa jornada. Há um espaço imenso de crescimento dos mercados e de ampliação do número de investidores conscientes dos riscos, oportunidades, limitações e ferramentas de gestão de patrimônio. Tenho certeza que este livro ajudará a guiar você, investidor, por esse caminho.

Aproveite.

GILSON FINKELSZTAIN é presidente da B3.

PARTE 1

AS DIFICULDADES

1
O ELOGIO
À IGNORÂNCIA

Todos os bons investidores se parecem, mas os investidores ruins são ruins cada um à sua maneira. O que é comum a todo investidor de sucesso é sua visão humilde e cética diante do mercado: as coisas que não sabemos são muito mais numerosas do que as que sabemos.

Nossa ignorância não é fruto (apenas) da incompetência. O mundo é cheio de aleatoriedade e, por isso, difícil mesmo de entender. Veja esta breve história que começa com uma moça chamada Klara Pölzl.

Nenhuma dor é maior do que a da mãe que perde um filho, e Klara a conhecia bem. Empregada doméstica, casou-se com o patrão, viúvo e 23 anos mais velho. O casamento parecia ter sido arranjado às pressas. Não só porque o marido nem sequer chegou a pedir um dia de folga — voltou ao trabalho logo após a cerimônia —, mas também porque o primeiro bebê do casal nasceria quatro meses depois, em maio de 1885.

Gustav era o seu nome. Um ano depois nasceria Ida, sua irmã. Perto do Natal de 1886, os dois morreriam de difteria. No ano seguinte, Klara teria Otto. Ele morreria de causas desconhecidas logo após o nascimento.

Ao engravidar pela quarta vez, Klara tinha consciência de que o bebê poderia não sobreviver. Mas, para sua surpresa, o menino não morreu e quando adulto se tornou conhecido no mundo todo pelo sobrenome que herdou do pai: Hitler.

Como teria sido o século XX se Adolf Hitler tivesse morrido ainda bebê como seus irmãos? Ou se tivesse nascido mulher, considerando que naquela época isso o excluiria da vida política?

Pequenas alterações na ordem das coisas podem mudar completamente os rumos da história. A ideia de que o mundo é complexo, repleto de caos, azar e sorte, e de que estamos entregues ao acaso se opõe ao determinismo ou ao materialismo histórico, ou seja, a

ideia de que o futuro já está desenhado, que determinadas "condições materiais" na sociedade inevitavelmente levarão à revolução, ao socialismo, ao penteado do Kim Jong-un, o que for.

Analisando *a posteriori*, parece óbvio argumentar que "as condições materiais estavam dadas para a emergência do nazismo" e que um Hitler teria surgido de qualquer maneira. Mas a história é escrita em retrospectiva: depois que a cobra está morta, todo mundo teria matado, diz o dito popular. Talvez não houvesse um Hitler, talvez ninguém tivesse matado a cobra, é impossível saber.

Para o investidor, a imprevisibilidade é tudo.

Para entender melhor, deixemos Hitler para trás e avancemos no tempo. Imagine-se agora no réveillon da virada do ano 2001. Provavelmente você está vestindo aquelas roupas largas dos anos 1990. Os hits do momento são "Anna Júlia", do Los Hermanos, e "Amor I Love You", de Marisa Monte. (Nostalgia é ilusão.)

Depois de pular as suas ondinhas, você é surpreendido por um esbaforido e encardido lunático que lhe jura que acabou de chegar do futuro. Ele afirma que pode dizer o que acontecerá nas próximas duas décadas. Você não quer começar o ano discutindo, então dá uma chance ao estranho e resolve ouvir o que ele tem a dizer.

Ele começa a listar: terroristas vão atacar os Estados Unidos derrubando duas torres simbólicas de Nova York. Vamos testemunhar a maior crise financeira desde 1929. Um tal de coronavírus vai paralisar o mundo. As cinco maiores empresas da Bolsa americana serão destronadas. No Brasil haverá o impeachment da primeira presidente mulher eleita no país. Um ex-presidente e os donos das principais empreiteiras do Brasil serão presos por corrupção. A seleção brasileira de futebol vai perder de 7 a 1 para a da Alemanha na Copa do Mundo que ocorrerá... no Brasil. Aliás, você já ouviu falar de um deputado federal

chamado Jair Bolsonaro? Ah, sim, em determinado momento vai ter marmanjo andando de patinete por aí.

Todos os bons investidores se parecem, mas os investidores ruins são ruins cada um à sua maneira. O que é comum a todo investidor de sucesso é sua visão humilde e cética diante do mercado: as coisas que não sabemos são muito mais numerosas do que as que sabemos.

Para ganhar dinheiro, será preciso aceitar que eventos surpreendentes estarão sempre à espreita. Eles são, aliás, a regra, não a exceção, e com frequência vão impactar muito o mercado e o seu patrimônio. O caminho à frente é sempre desconhecido. Por isso, devemos evitar ter certezas demais ou cair na ilusão de que podemos prevê-lo.

Duvidar de nós mesmos. Esse é o segredo do sucesso.

Este é um livro, portanto, sobre ser cético. Sobre questionamento e, acima de tudo, autoquestionamento. A linha de pensamento que o inspira, como veremos, remete a uma longa tradição de pensadores cientes de suas limitações. A filosofia pode ser um caminho para a riqueza.

O que significa ser cético no mercado financeiro? Significa entender claramente que qualquer um que afirme ter total domínio sobre o que vai acontecer no mercado ou na vida é, na melhor das hipóteses, ingênuo e, na pior, charlatão.

Para dificultar o nosso propósito de ganhar dinheiro, nosso cérebro é cheio de vieses que deturpam a análise da realidade. Como diria o físico e

prêmio Nobel Richard Feynman, ele próprio um cético, "a primeira regra é não enganar a si mesmo, e você é a pessoa mais fácil de enganar".

OS ESPECIALISTAS

O mundo das finanças e daquilo que influencia as finanças, como a análise política, é repleto de "especialistas". Eles dominaram a vida pública. Estão por todos os lados: na TV, nos jornais, no governo e, acima de tudo, nas universidades. Esbanjam convicção.

Os especialistas sempre tiveram grande dificuldade para conseguir compreender a complexidade do mundo. A queda do muro de Berlim é um exemplo. Como mostrou o professor americano Philip E. Tetlock, praticamente nenhum cientista político de prestígio previu que o bloco socialista se desintegraria. Nos anos anteriores a 1989, os cenários que eles projetavam envolviam a continuidade da União Soviética como a conheciam e, em alguns casos, seu fortalecimento. Ignoraram a iminência do maior acontecimento da sua área em décadas.

Tetlock e seu grupo de pesquisa não analisaram apenas o caso do muro de Berlim, mas nada menos do que 82.361 previsões feitas por especialistas entre 1987 e 2003. Era gente falando de tudo que você pode imaginar: quem ia ser o próximo presidente, se haveria um golpe de Estado em determinado lugar ou qual seria o preço do petróleo.

A conclusão: a previsão dos especialistas não é melhor do que um chute aleatório. Um macaco atirando dardos vai tão bem quanto um ph.D. por Harvard.

É difícil, porém, reconhecer a própria falibilidade. Depois que o muro de Berlim caiu, vários especialistas apareceram para explicar o ocorrido, para dizer que tudo era previsível, inclusive para apontar que eles próprios tinham antecipado a movimentação.

Como veremos adiante, atribuímos ao passado uma certeza e uma convicção que ele, na verdade, não carrega. Imaginamos vários cenários. Quando um deles ocorre, nossos cérebros gritam "eu disse, eu sabia", deixando no cemitério do esquecimento todas as outras possibilidades que não se materializaram.

Parafraseando uma reflexão atribuída ao ex-ministro Pedro Malan, às vezes o passado pode ser tão incerto quanto o futuro.

ECONOMISTAS E MODELOS

Economistas têm especial dificuldade em adivinhar o futuro. A piada é que Deus criou o câmbio com o único propósito de humilhar os economistas (embora exista a hipótese de que os inventores tenham sido os meteorologistas, com o objetivo de desviar o foco para outro grupo.)

Toda segunda-feira, desde 2001, o Banco Central do Brasil — depois de ouvir mais de cem bancos, gestores de recursos e consultorias — divulga o chamado boletim Focus. Eles fornecem suas projeções para câmbio, taxa de juros, inflação e crescimento do PIB. A previsão feita em janeiro para o valor do dólar no final do ano quase sempre conta com um erro significativo. Foi o que aconteceu em 2015, quando o dólar ficou 41% acima da projeção, ou em 2016 (-24%) e 2018 (16%).

Os economistas foram melhores em 2017 (-4%) e 2019 (6%), mas não tanto por clarividência: a moeda oscilou menos — abriu e fechou o ano mais ou menos no mesmo patamar. Um relógio parado marca a hora certa duas vezes por dia.

Não há nessa avaliação demérito algum para quem errou a projeção do câmbio. Apenas é complicado. Um crítico a esse tipo de análise poderia argumentar que estamos olhando uma mediana, ou seja, um valor agregado de centenas de pessoas. A unanimidade pode ser burra,

mas certos indivíduos ou instituições de destaque poderiam ter o dom de saber o que vai acontecer.

O Banco Central analisa quais instituições acertam mais. As cinco que se saem melhor em um período de doze meses, no caso das projeções de longo prazo, passam a integrar o chamado Top 5, cujas previsões são divulgadas separadamente. "Top" é uma palavra de gosto duvidoso, mas a intenção é nobre: mostrar o que pensam os mais competentes.

O problema é que os números mostram que as instituições que estavam no topo no ciclo anterior não mantêm seu nível de acerto: erram tanto quanto as outras, às vezes até mais. Não há consistência em fazer previsões melhores do que o mercado.

O sujeito em um belo dia dá a sorte de ter acertado uma previsão, entra para um grupo de elite, é chamado a dar uma nova opinião e... erra totalmente, sendo em sequência substituído no topo do ranking pelo sortudo da vez. Se o leitor estiver pensando, portanto, que os acertos se deram por sorte e aleatoriedade, ganhamos um companheiro.

Economistas estão sempre mais do que dispostos a dar entrevistas ou cobrar por consultorias sobre qualquer coisa que lhes seja perguntada. Não há nada de errado nisso, mas como investidor é preciso algum cuidado para não levá-los a sério demais. Mesmo os economistas mais poderosos e mais capacitados do mundo vivem errando.

Veja por exemplo o caso dos presidentes do Fed, o banco central americano. Em 1996, o então presidente Alan Greenspan estava preocupado com uma, nas suas palavras, "exuberância irracional" no mercado, pois ativos como ações estavam caros demais e um estouro na bolha de preços poderia ocorrer a qualquer momento.

Naquela época, o S&P 500, principal indicador do mercado americano, estava em cerca de 600 pontos. Mas o mercado continuou subindo, passou por dois *crashes* e nunca mais caiu abaixo desses 600

passados: ora, eles miram o passado para posicionar-se para o futuro. O que nos trouxe até aqui pode não funcionar para nos levar adiante. Ou, como disse um dos sócios do fundo, "nós confiamos na nossa experiência anterior". O problema é que não é porque uma coisa nunca aconteceu que ela nunca vai acontecer.

Pior: os eventos que verdadeiramente mudam nossas vidas, as dinâmicas do mercado, aquilo que define novas tendências e transforma a realidade, esses eventos são sempre imprevisíveis e fora dos padrões. Como você conheceu sua esposa? Seu marido? Você sente falta de alguém que perdeu de forma inesperada? Sua trajetória profissional foi exatamente como imaginou? Aquela promoção ou demissão veio de acordo com um modelo preconcebido?

Só é possível definir um modelo com o que conhecemos. Você pode até tentar achar uma solução para substituir as informações que não tem — talvez trabalhar com probabilidades ou estimativas. A questão é que, mesmo nesse caso, deve saber que não possui uma informação relevante. Em resumo, precisa saber que não sabe.

Mas e aquilo que você não sabe que não sabe?

Quem possivelmente melhor respondeu a essa pergunta foi Donald Rumsfeld, ex-secretário de Defesa dos Estados Unidos no governo de George W. Bush, ao ser questionado em coletiva de imprensa em fevereiro de 2002 sobre a ausência de provas de que o governo do Iraque fornecia armas a terroristas.

"Existem os conhecidos conhecidos [*known knowns*], que são coisas que nós sabemos que sabemos. Há também os desconhecidos conhecidos [*known unknowns*], que são as coisas que nós sabemos que não sabemos. Mas existem também os desconhecidos desconhecidos [*unknown unknowns*], as coisas que não sabemos que não sabemos. Esses são os mais difíceis."

por todo o Oriente Médio e norte da África. Um evento sociopolítico desses, com imensas implicações econômicas, não é como um jogo de cartas, que tem um universo de possibilidades definido e que você pode jogar repetidas vezes até entender o seu funcionamento. Pelo contrário, cada circunstância histórica é única, aberta, multifatorial, e os fatos se desenrolam de modo caótico. Estamos em um ambiente de complexidade, em que as interações entre indivíduos têm mais relevância do que as características individuais. Aqui, claro, é muito mais difícil entender e antever conclusões, como no clássico efeito borboleta descrito pela teoria do caos.

Mesmo universos com regras bem definidas — e portanto muito mais simples do que a sociedade ou a história — podem ser extremamente difíceis de entender e prever. Pense no futebol. O número de coisas que se pode fazer dentro de campo é muito menor do que, digamos, na geopolítica. Você não pode, por exemplo, bombardear o time adversário. O número de atores é limitado: contando arbitragem e substituições, três dezenas, no máximo, contra os bilhões de habitantes do planeta. Mesmo assim, o futebol é o reino do imprevisível, do imponderável, de zebras diversas. Como disse Nelson Rodrigues, a mais sórdida pelada é de uma complexidade shakespeariana.

ERROS E FILÓSOFOS

Para o investidor, uma consequência da imprevisibilidade do mundo é que inevitavelmente haverá erros pelo caminho. Você comprará ações que se mostrarão uma furada. Você perderá oportunidades. A perfeição é impossível. O investimento do SoftBank na empresa multinacional de espaços de trabalho compartilhados WeWork é um exemplo.

O pessoal do SoftBank não é exatamente inocente — ainda que,

passava. Até que eles saíam para comer, voltavam e começava tudo de novo.

Curiosamente, apontaram os autores, tanto a gravidade do crime quanto o tempo de prisão já cumprida pareceram ter pouco efeito na decisão, embora a reincidência tenha. O fato de o sujeito julgado ser judeu ou árabe também não fazia diferença. "Nós suspeitamos que fenômenos similares ocorram em outros campos, como decisões médicas, financeiras ou de admissão na universidade. Experts não são imunes à influência de fatos estranhos irrelevantes à decisão. A caricatura de que a justiça depende do café da manhã do juiz pode ser apropriada para a tomada de decisão humana como um todo", escreveram os autores.

Há, porém, alguns especialistas que erram mais do que os outros. Quem chamou a atenção para isso foi o filósofo Isaiah Berlin. Ele acreditava que existem dois tipos de intelecto, o de porcos-espinhos e o de raposas. Essa conclusão foi inspirada em um verso do poeta grego Arquíloco: "A raposa sabe muitas coisas, mas o porco-espinho sabe uma única grande coisa" — no caso, espinhar os outros.

Porcos-espinhos são fixados em uma ideia única, como marxistas ou freudianos. Defendem uma teoria de tudo, capaz de explicar a sociedade e a história. O porco-espinho vê o mundo através de um só prisma e a partir dele explica o mundo. Dedica-se a um só tema a vida inteira. Já as raposas estão familiarizadas com várias áreas do saber e transitam bem entre elas. Acreditam que não há uma resposta única, mas que o mundo é complexo e que, se os fatos mudam, não há mal em mudar de opinião ou de teoria para explicá-los. Buscam a ponderação entre diferentes maneiras de enxergar a realidade.

O problema é que a TV e a mídia como um todo beneficiam porcos-espinhos. Nossa época, aliás, reforça essa tendência. Os algoritmos do Google, do Facebook e da Netflix nos mostram somente aquilo de que já

aos que se arvoram de "juízes da verdade", nas palavras do filósofo grego. Os mestres não sabem nada, como cantou o Pink Floyd. Sextus buscava a serenidade por meio da *isostenia*, a busca pelo equilíbrio de argumentos e visões opostas de modo a se afastar do dogmatismo, que levaria à *epoché,* a suspensão do julgamento, ou seja, o abandono da necessidade de ter opinião ou crenças sobre as coisas. O resultado seria a *ataraxia*, que é a paz de espírito, muitas vezes também traduzida como ausência de ansiedade. Em resumo, abraçar o estado de dúvida, aprender a conviver com a incerteza e talvez até amá-la é o caminho da tranquilidade.

Em alguma medida aqui, há semelhança com a proposta dos estoicos, posteriormente incorporada por Friedrich Nietzsche: *amor fati* (amor ao fado). Devemos amar nosso destino, seja ele qual for. Não tem qualquer valia perseguir uma suposta certeza para acalentar nosso desejo de controle, lamentar possíveis perdas ou ressentir-se sobre o passado.

Parece loucura, mas duvidar de si mesmo e das próprias convicções, percebendo que nada pode ser afirmado com tanta certeza, traz um tipo peculiar de relaxamento. Nada é tão certo. Aprendemos a rir de nós mesmos, das nossas pseudotentativas de estar no controle.

Faça um exercício honesto: volte 10, 15, talvez 20 anos na sua vida. Imagine-se no lugar daquela pessoa mais jovem, provavelmente meio inocente e, no nosso caso, com mais cabelo. Haveria alguma possibilidade de você ter conseguido prever minimamente todo o caminho que tinha pela frente? É difícil não olhar para aquela pessoa e pensar, para usar uma expressão em inglês difícil de traduzir, "*how clueless*", "que sujeito sem a mais vaga ideia do que lhe espera". Agora pense em você mesmo neste momento. Você é tão *clueless,* tão perdido sobre o que há pela frente, sobre os próximos 10 ou 15 anos quanto era 10 ou 15 anos atrás. O fato é que o controle não existe.

Claro que existe esforço, claro que é preciso dar uma direção ao barco,

Dois importantes gestores de recursos brasileiros, Luis Stuhlberger e Artur Wichmann, estiveram com Soros em meados de 2009. Luis perguntou o que Soros achava de, naqueles anos, os bancos centrais ao redor do mundo estarem imprimindo um monte de dinheiro para tentar aquecer a economia. Ele receava que isso resultasse em uma inflação descontrolada e que, no futuro, os governos tivessem que fazer "um Plano Collor global", ou seja, um confisco do dinheiro nos bancos para tentar reduzir a quantidade de moeda em circulação.

Wichmann publicou em setembro de 2019 no *Brazil Journal* um relato sobre a resposta de Soros. "Eu prendi a respiração. Essa era 'a' pergunta (ainda é). Soros parou por uns segundos, sorriu e respondeu: 'Sabe que já pensei muito nisso e a resposta é: eu não sei. Durante a minha carreira, sempre sofri nesses momentos de tumulto.'"

Soros estava admitindo humildemente desconhecer a solução de um problema complexo na sua área. Wichmann relata ainda: "Caminhamos todo dia nessa linha tênue entre o que sabemos e desconhecemos [...] Aquele 'eu não sei' teve mais influência sobre minha carreira que muitos tratados de investimento." Falaremos mais de Soros ao longo deste livro.

Quanto ao filósofo Popper, sua própria jornada, aliás, nos conta um pouco sobre o quanto a vida é complexa e às vezes pode demorar para engrenar. Ele nasceu em Viena, na Áustria, em 1902, filho de uma família relativamente afluente de origem judaica. Seu pai era um advogado que tinha mais de 12 mil livros em casa. Na adolescência, Popper aderiu ao marxismo. Convicto do valor do trabalho, foi operário da construção civil, mas logo percebeu que ficar carregando tijolo não era para ele. Mudou então para a marcenaria. (Não dá para dizer que ele não tenha insistido.)

Aos 22 anos, cansado de ser proletário e já afastado do marxismo, tornou-se professor infantil. Aos 27, passou a lecionar no ensino médio.

vitimizando. Mas não era fácil. Em um dia, perguntei ao Rodolfo quanto ele achava que a gente aguentaria antes de quebrar. “Uns quatro meses, cinco no máximo”, ele me disse.

Meu pai tinha morrido. Minha mãe estava deprimida. Meu filho tinha acabado de nascer, e eu só descobri que a mãe estava grávida pouco antes do parto. Enquanto isso, minha empresa vendia até as tomadas. Eu me sentia com um milhão de responsabilidades e pessoas para cuidar, mas incapaz de enxergar como seria o dia seguinte ou, mais mundanamente, como pagar as contas. Até que o acaso agiu.

De repente, apareceram uns americanos na nossa vida. Nunca tínhamos ouvido falar deles: grupo The Agora. Mas eles eram próximos de um conhecido de um conhecido da Bia Nantes, nossa chefe de operações, o que fez eles chegarem até nós. A empresa dos americanos era a maior publicadora de conteúdos financeiros do mundo. Eles queriam comprar metade da nossa empresa. Eu me perguntava o porquê. Mas fomos ouvi-los.

Eles acreditavam que poderíamos prosperar se adotássemos um modelo de negócios mais parecido com o deles: vendendo diretamente para a pessoa física, com uma estrutura de marketing, com uma nova precificação e com novos formatos de publicação. Nós, idiotas, quase botamos tudo a perder entrando em uma discussão completamente arrogante e sem sentido sobre o preço: depois que chegamos a combinar um valor, voltamos atrás e pedimos um pouco mais. A sorte foi insistente, mesmo quando tentamos atrapalhar. Os americanos foram pacientes e toparam abrir novamente a negociação. Mais treinados em aritmética e em *valuation*, eles rapidamente calcularam que duas vezes zero ainda era zero para o valor da operação.

acidente não tivesse ocorrido."

Por outro lado, "o mais frívolo desastre que se abatesse sobre ele causaria uma perturbação mais real. Se soubesse que teria o dedo mínimo amputado pela manhã, não dormiria de noite; mas, como nunca os viu, roncaria na mais profunda serenidade ante a ruína de centenas de milhares de seus irmãos".

A China é muito longe, mas e se você pudesse escolher entre o diagnóstico de um câncer no vizinho que você só cumprimenta protocolarmente por um bilhão de reais na sua conta? Balançou? Não? E se o câncer fosse tratável, ou seja, ele fosse sobreviver? E se você pudesse dar parte do dinheiro para ele? (Como você dividiria? 10%? 50%? Aí já é demais?)

Nem todas as espécies são egoístas. Formigas, por exemplo, não pensam muito nelas mesmas. Seu cérebro é extremamente coletivista, não individualista. De modo que um dos maiores biólogos de todos os tempos, Edward O. Wilson, ele próprio especialista no comportamento fascinante das formigas, definiu o marxismo desta forma: "Teoria maravilhosa. Espécie errada."

Como o capitalismo usa o egoísmo humano em nome da produtividade econômica?

Um dos autores deste livro cortava o cabelo sempre depois de sair do trabalho. O dono do pequeno salão trabalhava sozinho e fechava seu estabelecimento por volta das sete da noite, o que fazia com que ele às vezes não chegasse a tempo. Frequentemente chegava com a loja fechando, a chave na fechadura. Em todas elas, ao ver o cliente, o dono do salão repetia a mesma coisa. "Ah, entra aí que a gente corta" e abria o salão novamente.

Por que ele fazia isso? Pelo prazer de cortar cabelos? Por amor à estética? Por ser legal? Suspeitamos que ele só não queria abrir mão do

Fonte: Agência Estado

O preço é muito poderoso. Ele é um sinalizador potente para a tomada de decisão dos agentes econômicos. Durante a primeira metade do século XX, diversos economistas contribuíram para demonstrar formalmente o que se convencionou chamar de teoremas do bem-estar social. O Primeiro Teorema do Bem-Estar formaliza que, com pessoas atuando em prol dos próprios interesses, em um ambiente de livre informação e concorrência, chegamos a um equilíbrio competitivo e eficiente. Ou seja, ocorre um *ótimo de Pareto*, uma situação em que não é possível melhorar a condição de um indivíduo sem prejudicar a de outro.

E isso nos traz de volta aos investimentos.

AS FAMOSAS IMPLICAÇÕES NO MERCADO

Ainda nos anos 1960, um jovem professor da Universidade de Chicago, muito impressionado com o poder extraordinário dos preços, elaborou uma nova hipótese. Eugene Fama era seu nome. Ele ainda está vivo e

holdings negociando abaixo da soma de suas participações a mercado."[3]

Mas o mundo mudou, e essa mamata acabou. Há muita gente olhando agora, tudo está a uma banda larga e duas macros no Excel de distância, e qualquer oportunidade muito óbvia vai evaporar em segundos. Com o Google, todo mundo ficou inteligente. A consequência disso é que ficou ainda mais difícil bater o mercado, ou seja, deliberadamente encontrar ativos que vão performar melhor do que a média.

A única possibilidade é se jogar em investimentos mais arriscados (e por isso mais baratos, para compensar) e dar a sorte de nada de ruim acontecer. Mas aí é sorte, no máximo coragem, não competência. Você não olha para o ganhador da Mega Sena e diz que ele é um gênio. Por definição, a sorte não é sistemática. Você não pode contar com ela para bater o mercado de maneira consistente. "Não pode ser", talvez você argumente. "Afinal, Warren Buffett continua ganhando dinheiro até hoje, certo? Vai dizer que ele é apenas um megassortudo?"

Não necessariamente. O próprio Eugene Fama admitiu em 2016 em um vídeo para a revista *Chicago Booth Review* que a hipótese dos mercados eficientes "é um modelo", ou seja, "não é completamente verdade, claro, porque nenhum modelo é. É uma aproximação. Mas é uma boa aproximação".

Não é que seja impossível se antecipar ao mercado, enxergando antes o que ninguém viu. Se Buffett fazia isso nos anos 1950 olhando balanços empoeirados escondidos no meio do Nebraska, alguém pode e deve estar fazendo o mesmo agora na frente de um computador. Se qualquer nova informação é rapidamente incorporada ao preço, alguém precisa fazer essa incorporação, ou seja, alguém tem de agir antes de todo mundo, comprando ou vendendo, empurrando o preço para o lugar correto. Nem que seja um robô leitor de balanços.

rentabilidade). Como essas coisas são caras, no final do dia a gestão ativa acaba performando pior do que a passiva.

"O risco [para o investidor] é cair no canto da sereia de um gestor ou um consultor que cobra caro", escreveu Buffett em carta aos investidores de sua empresa, a Berkshire Hathaway, em 2017. "Mas você pode imaginar um consultor de investimentos dizendo aos clientes, ano após ano, para continuar investindo num fundo passivo que replica o S&P 500? Isso seria suicídio. Para que pagar comissões enormes para alguém lhe dizer isso? Então eles recomendam pequenas mudanças na gestão a cada ano ou dois. Essa recomendação é feita com um blá-blá-blá esotérico que explica os estilos de investimento atuais ou as tendências econômicas do dia. Isso faz os investidores perderem muito dinheiro."

Ele já disse que, quando morrer, quer que a gestão de sua herança seja feita por meio de investimentos em fundos passivos. Parece que o velhinho confia apenas nele mesmo para fazer *stock picking*.

Mas, meu Deus, como assim?

Se Buffett, Shiller e Thaler questionam a hipótese de que o preço é sempre confiável, alegando que às vezes os preços enlouquecem para cima (com investidores pagando fortunas por empresas-lixo) ou para baixo (com ótimas empresas a preço de banana), então há uma forma fácil e óbvia de ganhar dinheiro: comprando no pânico e vendendo na euforia.

Vamos falar disso no capítulo 8, mas tenha em mente desde já algo importante: ninguém conseguiu ainda desenvolver um método sistemático para saber quando uma bolha termina. As finanças comportamentais, de que Shiller e Thaler são alguns dos maiores expoentes, foram profícuas em apontar falhas na hipótese de mercados eficientes. Contudo, não obtiveram o mesmo êxito em estruturar um sistema capaz de bater os mercados de maneira sistemática. O mercado

3
COMO
ENGANAR UM
INVESTIDOR

experiência gloriosa" (gloriosa!). De modo que, se você quiser ser realmente feliz, eis o caminho, conforme aponta Gilbert: primeiro abra mão de sucesso, fama, dinheiro e de tudo o mais que ser um rockstar oferece. Depois, fique 37 anos preso.

É evidente que é melhor fazer parte dos Beatles do que não fazer. E é claro que é muito melhor não ser preso, ainda mais sem motivo. O que essas pessoas estão dizendo? Elas estão criando uma *narrativa.* Se eu tivesse ido com Paul, John e George, não teria casado com a minha mulher nem teria tido minhas filhas. A fama teria me tirado a paz. Talvez um fã louco tivesse me esfaqueado também. Eu vivi uma vida tranquila. Foi melhor assim. Quer saber, foi assim porque *era para ser assim.*

O cérebro não é um observador independente. Ele é um criador de versões, um simplificador da realidade, um inventor de justificativas artificiais. Ele não aceita a aleatoriedade. Ele precisa do "era para ser assim". É preciso criar uma narrativa que vá além da sucessão de eventos casuais. Narrativas, contudo, não são necessariamente criadas apenas por uma pessoa. Com muita frequência são criadas por grupos. Há vários exemplos muito interessantes (e um tanto bizarros) desse tipo de criação.

Um deles é o "culto à carga", descrito entre outros pelo físico Richard Feynman. A história ocorreu na Melanésia, ilhas que ficam no Oceano Pacífico. Durante a Segunda Guerra, algumas dessas ilhas foram usadas como base primeiramente pelos japoneses e depois pelos americanos. Os povos indígenas que ocupavam o lugar nunca tinham visto estrangeiros, e os militares estavam carregados de roupas, remédios, alimentos, colchões, tendas, facas, fogareiros, utensílios e até jipes que compartilhavam com os nativos, com quem não queriam se indispor.

Quando a guerra acabou e os militares foram embora, os nativos ficaram desolados. Foi então que criaram imitações das pistas de pouso

como *hard science*. Não é o caso. Narrativas travestidas de matematizações continuam sendo narrativas. A economia não é técnica e objetiva; não consegue nem aspirar a isso. A consequência disso é que, no seu estudo, não é possível consolidar um conhecimento para o qual pudéssemos olhar e dizer: isto é o que sabemos até agora, essa é a fronteira.

Um dos autores deste livro, o Ricardo, fez alguns períodos de uma faculdade de física. Nunca lhe ocorreu que faltasse ao curso uma disciplina sobre história da física — tema relegado no máximo à curiosidade — ou que devesse ler Newton no original. Os grandes físicos do passado são lembrados apenas pelas homenagens em expressões como as equações de Maxwell ou as leis de Planck, Gauss, Ohm, Hubble e tantos outros. Tirando isso, Maxwell ou Planck estão mortos, obrigado pela ajuda aí, tchau. Isso porque, na física, o conhecimento vai sendo incorporado à "fronteira do pensamento". Nenhum experimento jamais refutou as equações de Maxwell, que descrevem o eletromagnetismo, então ele estará no livro-texto. A mecânica newtoniana, porém, não funciona a grandes velocidades ou dimensões muito pequenas. Não é questão de concordar: há dados.

Como dito, em economia os dados não são tão conclusivos, não há como isolar variáveis em laboratório.[5] Sobra para a retórica. O brasileiro Pérsio Arida e a americana Deirdre McCloskey debruçaram-se sobre tal tese e avançaram no assunto. O mercado está sujeito à falácia conhecida em latim como "*post hoc ergo propter hoc*", que significa "depois disso, logo, causado por isso". Enxergamos causa e efeito onde há mera sucessão temporal.

Nos últimos anos, tornou-se muito comum no mercado financeiro brasileiro a ideia da "ditadura do argumento". Em uma reunião, se o estagiário argumentar melhor que o sócio, opta-se pela argumentação do

4
A AUTÓPSIA
DE UMA MENTE
LIMITADA

ano, contra “apenas” 1,72 delas.

O investidor que acabou de entrar na Bolsa, ainda virgem de perdas mais significativas, é o que oferece mais risco a si mesmo. Especialmente se tiver começado dando a sorte de ganhar algum dinheiro. Ele ainda não sabe nada, mas já se considera o Warren Buffett. Para esse tipo de investidor, achar que sabe é muito mais arriscado do que simplesmente não saber. Segundo Taleb, não ter um mapa é melhor do que ter um mapa errado. Quem não sabe se abstém de participar. A não ser que você seja como um paciente estúpido, que fica dando ordens para o cirurgião, dizendo que não é assim, “me dá aqui esse bisturi que eu mesmo faço”. (Talvez a anestesia geral tenha sido inventada mais para contemplar os médicos do que os pacientes.) É a ilusão de saber que causa problemas.

Tal ilusão é especialmente comum entre quem acabou de começar a estudar um assunto, mas ainda é incapaz de perceber quanta coisa ainda tem a aprender. Há inclusive um termo técnico e um gráfico para isso. É o efeito Dunning-Kruger, batizado assim em homenagem a dois professores da universidade americana de Cornell que descreveram o fenômeno. O gráfico é este:

concorrentes e fazer jogo de bastidores contra eles. A medalha está para o esporte assim como a rentabilidade está para os investimentos: ela não se importa com a sua retórica, ego ou aparência.

Por isso, sobre os perigos do ego ou da confiança excessiva, vale a pena ouvir o que Bernardinho, cujo período como técnico da seleção masculina de vôlei foi o mais vitorioso da história, tem a dizer.

"O sucesso traz sempre o risco de a vaidade se exacerbar e o ego se hipertrofiar, fazendo desaparecer a condição que fez do atleta um vencedor", escreveu ele em seu livro *Transformando suor em ouro*. "O combate à acomodação é permanente. Ao garoto convocado pela primeira vez, se você diz que o treino começa às sete, é possível que ele pergunte se não pode ser às cinco. Ele quer melhorar, está animado, cheio de gás. Já o campeão do mundo pode reagir de outro modo: por que não às dez? Como já chegou lá, tende a relaxar. Por isso quero todos na quadra às sete da manhã."

A lição mais importante de Bernardinho para nós é esta: no dia que você para de reconhecer que é falível e limitado, você faz bobagem. Por mais talentoso que seja. Do mesmo modo, ser extraordinariamente inteligente não é a coisa mais importante para ganhar dinheiro no mercado. Aliás, há uma citação de Warren Buffett muito frequente: "Se você tem um QI de 150, venda 30 pontos para alguém; você precisa ser esperto, mas não um gênio."

A medalha está para o esporte assim como a rentabilidade está para os investimentos: ela não se importa com a sua retórica, ego ou aparência.

200, custa R$ 210. Não é razão para deixar de comprar. Ao chegar no caixa, você se depara com um aviso: desconto de R$ 10 para pagamentos em dinheiro. Você se revolta? Repetidos estudos mostraram que não: para muitas pessoas, é mais doloroso sentir que estão perdendo dinheiro (ou seja, tendo de pagar) do que deixando de ganhar (um desconto).

A questão é que odiamos perder. A dor da perda é maior do que o prazer do ganho. A alegria de encontrar uma nota de R$ 100 na rua é muito mais fugaz do que o martírio de perder uma nota de R$ 100. Isso foi até quantificado: o sofrimento de perder é até 2,5 vezes maior do que a satisfação de ganhar. Quando temos sensação de que vamos perder, somos induzidos a fazer todo o possível para tentar evitar isso, até mesmo entrando em uma aposta.

Façamos um exercício mental relacionado à aversão à perda. Imagine que você seja assaltado na rua e os ladrões levem R$ 1.000 que você tinha na carteira. Numa escala de zero a dez, quão triste ou irritado você ficaria? Pois é, agora imagine uma situação ligeiramente diferente. Você encontra na rua R$ 2.000. Poucos metros adiante, porém, assaltantes levam R$ 1.000 do que você tinha em mãos. E agora? De zero a dez, quão incomodado você ficaria?

Normalmente a primeira situação parece pior. Nas duas ocasiões os assaltantes levam exatamente a mesma quantia: R$ 1.000. Mas, no segundo caso, parece que ainda saímos ganhando, então tudo bem.

Richard Thaler chama isso de "efeito dinheiro da casa": em cassinos, apostadores que começam ganhando assumem mais risco, como se o dinheiro recém-conquistado não fosse deles. Se eles o perderem e forem embora para casa no zero a zero, no seu cálculo mental sabem que "deixar de ganhar" vai doer menos do que se tivessem perdido o dinheiro que já tinham quando chegaram. (Um robô completamente racional não se comportaria assim. Do ponto de vista do seu patrimônio, ter